

W tym tygodniu

- **Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu jest zaplanowane na środę posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej.** Oczekujemy, że RPP zadecyduje na nim o utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. W czasie konferencji najprawdopodobniej ponownie poruszony zostanie również temat wpływu ogłoszonego przez rząd pakietu fiskalnego na kształtowanie się inflacji i tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach, jak również perspektywy polityki pieniężnej. Możemy mieć do czynienia z sytuacją, w której podczas konferencji członkowie Rady będą wyrażali przeciwstawne opinie. Z jednej strony A. Głapiński najprawdopodobniej będzie starał się ostudzić oczekiwania rynkowe na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Uważamy, że powtórzy on swoją opinię, zgodnie z którą w latach 2019-2020 stopy procentowe NBP nie zmienią się. Z drugiej strony, sądząc po ubiegłotygodniowych wypowiedziach niektórych członków RPP (patrz poniżej), poglądy innych przedstawicieli RPP obecnych na posiedzeniu mogą być bardziej jastrzębie od stanowiska prezesa NBP. Naszym zdaniem podczas konferencji prasowej możemy mieć do czynienia z podwyższoną zmiennością kursu złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W tym tygodniu poznamy ważne dane z USA.** Na piątek zaplanowana jest publikacja danych z rynku pracy. Oczekujemy, że przyrost zatrudnienia poza rolnictwem wyniósł 170 tys. osób w marcu wobec 20 tys. w lutym (słaby wynik był efektem niekorzystnych warunków meteorologicznych), przy stabilizacji stopy bezrobocia na poziomie 3,8%. Przed piątkową publikacją dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 175 tys. w marcu wobec 183 tys. w lutym). Dzisiaj opublikowany zostanie indeks ISM w przetwórstwie, który zgodnie z naszą prognozą zmniejszy się do 54,0 pkt. w marcu wobec 54,2 pkt. w lutym. Nieznaczny spadek indeksu sygnalizowany był wcześniej przez regionalne wskaźniki koniunktury. Oczekujemy, że wstępne dane dotyczące lutowych zamówień na dobra trwałe wskażą na ich spadek o 1,0% m/m wobec wzrostu o 0,3% w styczniu ze względu na niższe zamówienia w firmie Boeing. Prognozujemy, że nominalna sprzedaż detaliczna zwiększyła się w lutym o 0,3% m/m wobec wzrostu o 0,2% w styczniu z uwagi na wzrost cen paliw. Materializacja naszych prognoz będzie neutralna dla złotego i rentowności polskich obligacji.
- **W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro.** Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen nie zmieniło się w marcu w porównaniu do lutego i wyniosło 1,5%, na co złożył się spadek inflacji bazowej i szybszy wzrost cen nośników energii. Nasza prognoza inflacji w strefie euro jest zgodna z oczekiwaniami rynkowymi, a tym samym jej materializacja będzie neutralna dla kursu złotego i cen polskich obligacji.
- **Opublikowany dzisiaj Indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 50,8 pkt. wobec 49,9 pkt. w lutym, co było powyżej oczekiwań rynku (49,9 pkt.).** Ponadto indeks po raz pierwszy od listopada 2018 r. ukształtował się powyżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał z wyższych wkładów 4 z 5 jego składowych (dla nowych zamówień, bieżącej produkcji, zapasów oraz zatrudnienia). Przeciwny wpływ miało obniżenie wkładu składowej dla czasu dostaw. W strukturze danych na uwagę zasługuje wyraźny wzrost składowych dla nowych zamówień ogółem i nowych zamówień eksportowych. Zgodnie z komentarzem Markitu do danych, w marcu nastąpiła poprawa zarówno popytu krajowego, jak i zagranicznego. Struktura marcowego PMI sygnalizuje coraz silniejsze efekty stymulacji fiskalnej prowadzonej przez chiński rząd, w tym zwiększonych inwestycji infrastrukturalnych. Na poprawę koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks CFLP PMI, który zwiększył się w marcu do 50,5 pkt. wobec 49,2 pkt. w lutym. Poprawa sytuacji w chińskim przetwórstwie w połączeniu z oczekiwaną przez nas deeskalacją wojny handlowej na linii USA-Chiny stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w całym 2019 r. dynamika PKB w Chinach wyniesie 6,4% wobec 6,6% w 2018 r.

- **Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w marcu do 48,7 pkt. wobec 47,6 pkt. w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (47,6 pkt.) i naszej prognozy (47,5).** Tym samym już piąty miesiąc z rzędu indeks pozostaje poniżej granicy 50 pkt. oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Do wzrostu indeksu PMI przyczyniły się przede wszystkim wyższe składowe dla bieżącej produkcji i nowych zamówień ogółem. Niemniej jednak oba subindeksy pozostały poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje jedynie na spowolnienie tempa spadku wielkości, których dotyczą. Napływ nowych zamówień eksportowych z kolei zmniejszył się jeszcze silniej niż w lutym (w najszybszym tempie od czerwca 2009 r.), co jest spójne z obserwowanym pogorszeniem koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Struktura polskiego indeksu PMI sygnalizuje, że do lekkiej poprawy nastrojów przetwórców w marcu przyczynił się lepszy popyt krajowy. Pozytywnym sygnałem płynącym z raportu jest wzrost Wskaźnika Oczekiwanej Produkcji (w ciągu najbliższych 12 miesięcy) do najwyższego poziomu od września 2018 r. Pewnym niepokojem co do perspektyw sytuacji w przetwórstwie napawa nas jednak spadek zatrudnienia w najszybszym tempie od kwietnia 2013 r. Złożyły się na niego najprawdopodobniej coraz silniej oddziałująca bariera w postaci braku wykwalifikowanych pracowników oraz procesy restrukturyzacyjne w niektórych branżach (oddziałujące w kierunku zmniejszenia liczby etatów). Średnia wartość indeksu PMI w okresie styczeń-marzec zwiększyła się nieznacznie do 49,6 pkt. wobec 49,3 pkt. w IV kw. ub. r. Ze względu na utrzymującą się w ostatnich miesiącach rozbieżność pomiędzy wskazaniami badania PMI a rzeczywistą sytuacją w przetwórstwie (patrz poniżej), uważamy, że wskazania indeksu mają obecnie ograniczone własności predykcyjne dla tempa wzrostu gospodarczego. Niemniej jednak dostrzegamy istotne ryzyko w górę dla naszej prognozy dynamiki PKB w I kw. (3,5% r/r wobec 4,9% w IV kw.).

W zeszłym tygodniu

- **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami agencja ratingowa Fitch utrzymała długoterminowy rating kredytowy Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną.** W uzasadnieniu do decyzji Fitch wskazał, że obecna ocena ratingowa odzwierciedla solidne fundamenty makroekonomiczne polskiej gospodarki, wspierane przez dobrze dokapitalizowany sektor bankowy oraz „odpowiedzialną politykę gospodarczą”. W ocenie agencji czynnikami ograniczającymi przestrzeń dla podniesienia ratingu są relatywnie niski – w porównaniu z krajami posiadającymi rating A – poziom PKB na mieszkańca oraz relatywnie wysoki dług zagraniczny netto. Agencja już wcześniej zakładała rozluźnienie polityki fiskalnej w 2019 r. związane z wyborami parlamentarnymi. Dlatego po uwzględnieniu ogłoszonego przez rząd pakietu fiskalnego ścieżka prognozowanego deficytu sektora finansów publicznych w relacji do PKB w latach 2018-2019 została tylko nieznacznie podniesiona (z 2,0% w 2019 r. i 2,2% w 2020 r. do odpowiednio 2,2% i 2,8%). Wzrost deficytu będzie związany również z oczekiwanym przez agencję spowolnieniem wzrostu gospodarczego. Fitch uważa, że rząd będzie kształtował wydatki publiczne zgodnie ze stabilizującą regułą wydatkową oraz będzie przestrzegał kryterium 3% PKB dla deficytu sektora GG. Podtrzymujemy ocenę, że w horyzoncie kilku kwartałów agencja nie zmieni ratingu Polski oraz utrzyma jego stabilną perspektywę. Naszym zdaniem potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego i rentowności obligacji.
- **Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce zwiększyła się w marcu do 1,7% r/r wobec 1,2% w lutym, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (1,6%) i naszej prognozy (1,5%).** GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. W kierunku wzrostu inflacji ogółem oddziaływała wyższa dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych (2,6% r/r w marcu wobec 1,2% w lutym), paliw (7,3% r/r wobec 5,8%) oraz nośników energii (-1,3% r/r wobec -1,6%). Do wzrostu inflacji przyczyniła się także wyższa inflacja bazowa, która zgodnie z naszymi szacunkami wzrosła w marcu do ok. 1,3-1,4% r/r

wobec 1,0% w lutym. Wstępne dane o inflacji stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą inflacja zmniejszyła się w I kw. br. do 1,2% r/r wobec 1,4% w IV kw. 2018 r., a w całym 2019 r. wyniesie 1,5% r/r wobec 1,6% w 2018 r. Finalne dane o inflacji zostaną opublikowane 15 kwietnia.

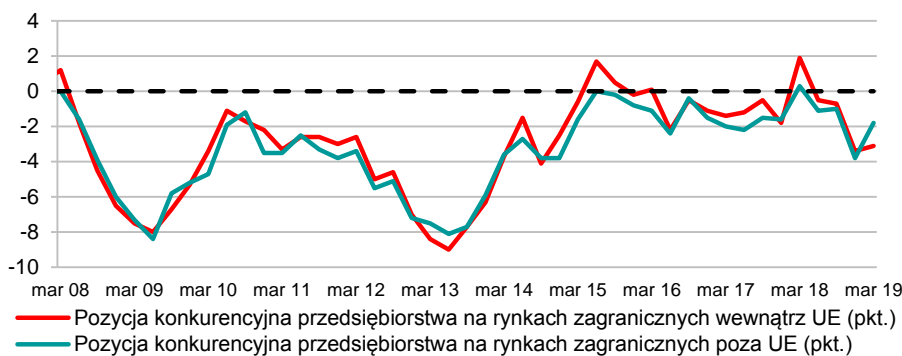
- **W ubiegłym tygodniu członkini RPP G. Ancyparowicz wyraziła pogląd, zgodnie z którym** zapowiadany przez rząd pakiet fiskalny zmniejsza prawdopodobieństwo stabilizacji stóp procentowych. Zdaniem G. Ancyparowicz w 2019 r. stopy procentowe na 100% pozostaną bez zmian, natomiast w 2020 r. prawdopodobieństwo stabilizacji stóp wynosi 60%. Podobną ocenę wpływu pakietu fiskalnego na perspektywy polityki pieniężnej w Polsce przedstawili wcześniej inni członkowie RPP: J. Osiatyński, E. Gatnar oraz Ł. Hardt. W naszej ocenie są dwie możliwe interpretacje zmiany nastawienia części członków RPP. Zgodnie z pierwszą z nich w ocenie członków RPP w marcowej projekcji NBP efekt impulsu fiskalnego na inflację w 2020 r. jest niedoszacowany. Zgodnie z drugą interpretacją część członków RPP może się obawiać, że jeśli Rada pozostanie obojętna wobec ekspansji fiskalnej to w przypadku nasilenia czynników proinflacyjnych w 2020 r. (m.in. wzrost dynamiki cen energii elektrycznej, przyspieszenie wzrostu płac, czy też ewentualny wzrost cen ropy naftowej) inflacja przekroczy cel inflacyjny. Zmiana nastawienia części członków RPP na bardziej jastrzębie stanowi wsparcie dla naszego scenariusza polityki pieniężnej w Polsce, zgodnie z którym pierwsza podwyżka stóp procentowych (o 25 pb) nastąpi w marcu 2020 r.
- **W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z USA.** Zgodnie z finalnym szacunkiem sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w IV kw. 2018 r. zostało zrewidowane w dół do 2,2% wobec 2,6% we wstępnym szacunku. Wynikało to z niższych wkładów konsumpcji prywatnej (1,7 pp. w finalnym szacunku wobec 1,9 pp. we wstępnym szacunku), inwestycji (0,5 pp. wobec 0,7 pp.) i wydatków rządowych (-0,1 pp. wobec 0,1 pp.), podczas gdy przeciwny efekt miały wyższy wkład eksportu netto (-0,1 pp. wobec -0,2 pp.). Wkład zapasów nie zmienił się i wyniósł 0,1 pp. Tym samym głównym źródłem wzrostu PKB w IV kw., podobnie jak w III kw., była konsumpcja prywatna. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane nt. nowych pozwoleń na budowę (1296 tys. w lutym wobec 1317 tys. w styczniu), rozpoczętych budów domów (1162 tys. wobec 1273 tys.) oraz sprzedaży nowych domów (667 wobec 636), które na ogół wskazały na dalszy spadek aktywności na amerykańskim rynku nieruchomości. Pogorszenie nastrojów konsumenckich zasygnalizował indeks Conference Board, który zmniejszył się w marcu do 124,1 pkt. wobec 131,4 pkt. w lutym, co było wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (132,0 pkt.). Spadek indeksu wynikał z niższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Na poprawę nastrojów konsumenckich wskazał natomiast finalny indeks Uniwersytetu Michigan, który zwiększył się w marcu do 98,4 pkt. wobec 93,8 pkt. w lutym i 97,8 pkt. we wstępnym szacunku. Jego wzrost wynikał z wyższych wartości jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. Prognozujemy, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu amerykańskiego PKB w I kw. 2019 r. zmniejszy się do 1,7% wobec 2,1% w IV kw. 2018 r.
- **Indeks Ifo obrazujący nastroje niemieckich przedsiębiorców reprezentujących przetwórstwo, budownictwo, handel hurtowy i detaliczny, zwiększył się w marcu do 99,6 pkt. wobec 98,7 pkt. w lutym, co było powyżej oczekiwań rynku (98,5 pkt).** Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w 3 z 4 analizowanych działów (budownictwie, handlu i usługach), podczas gdy sytuacja w przetwórstwie pogorszyła się. Dalsze osłabienie koniunktury w niemieckim przetwórstwie było również sygnalizowane przez opublikowane dwa tygodnie temu wstępne indeksy PMI (por. MAKROmapa z 25.03.2019). Tym samym dostrzegamy znaczące ryzyko w dół dla naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalne tempo wzrostu PKB w Niemczech zwiększy się w I kw. br. do 0,5% wobec 0,1% w IV kw. 2018 r.
- **Zrewidowaliśmy nasz scenariusz polityki pieniężnej w strefie euro.** Oczekujemy, że EBC podniesie stopy procentowe dopiero w połowie 2021 r. Głównym argumentem za wydłużeniem

horyzontu łagodnej polityki pieniężnej jest pogorszenie perspektyw makroekonomicznych w obszarze wspólnej waluty, w tym niskie prawdopodobieństwo osiągnięcia celu inflacyjnego w najbliższych kwartałach. Uwzględniając rewizję naszego scenariusza polityki pieniężnej w strefie euro zrewidowaliśmy w dół naszą prognozę kursu EURUSD. Obecnie oczekujemy, że na koniec 2019 r. wyniesie on 1,18 (1,19 przed rewizją), a na koniec 2020 r. wzrośnie on do 1,25 (1,28 przed rewizją). W konsekwencji podnieśliśmy również naszą ścieżkę kursu USDPLN do 3,60 na koniec 2019 r. (3,54) i 3,32 na koniec 2020 r. (3,24) – por. tabela z prognozami kwartalnymi.

➤ **W ubiegłym tygodniu brytyjski parlament po raz trzeci odrzucił wynegocjowaną przez T. May umowę w sprawie *Brexitu*.** Na mocy ustaleń ostatniego szczytu Rady Europejskiej oznacza to, że 12 kwietnia Wielka Brytania opuści UE bez umowy (tzw. *hard Brexit*). Zgodnie z wypowiedziami przewodniczącego Rady Europejskiej D. Tuska do 12 kwietnia wszystkie opcje pozostają na stole (*Brexit z umową, Brexit bez umowy, „znaczące” odroczenie Brexitu lub rezygnacja z Brexitu* – por. MAKROmapa z 25.03.2019). W odpowiedzi na decyzję brytyjskiego parlamentu D. Tusk zwołał szczyt Rady Europejskiej na 10 kwietnia. Po głosowaniu doszło do nieznacznego osłabienia funta względem euro.

➤ Co stoi za zagadkową odpornością polskiego przetwórstwa?

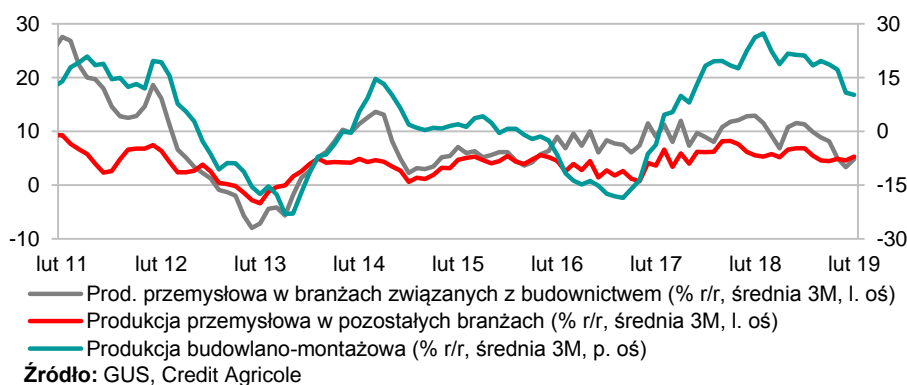
Marzec był piątym miesiącem z rzędu, w którym wskaźnik PMI dla polskiego przetwórstwa ukształtował się poniżej 50 pkt., czyli granicy oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Z kolei zgodnie z danymi GUS dynamika produkcji przemysłowej (w tym w przetwórstwie) utrzymywała się w ostatnich miesiącach powyżej zera. Poniżej analizujemy potencjalne przyczyny utrzymującej się rozbieżności pomiędzy wskazaniami badania PMI a rzeczywistą sytuacją w przetwórstwie.



Źródło: KE, Credit Agricole

Można postawić tezę, że za utrzymujące się relatywnie wysokie tempo wzrostu polskiej produkcji przemysłowej w warunkach pogorszenia popytu zagranicznego odpowiadają zmiany strukturalne w polskim przemyśle, takie jak rosnące przewagi konkurencyjne polskich przedsiębiorstw. Zgodnie z wynikami koniunktury GUS, wskaźniki obrazujące pozycję

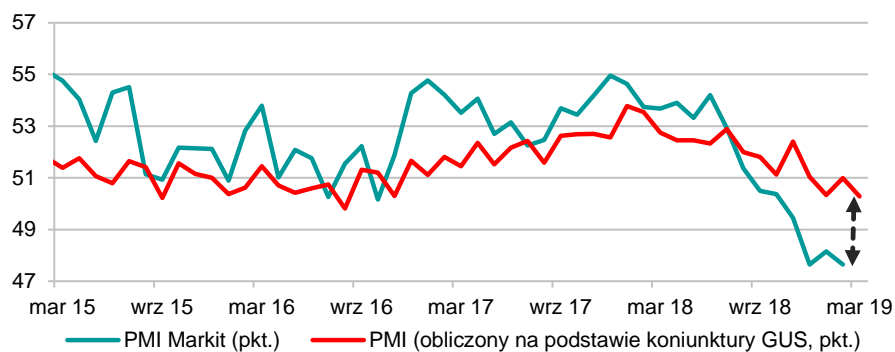
przedsiębiorstwa wobec konkurencji na rynkach krajów Unii Europejskiej i innych rynkach zagranicznych odnotowały w I kw. nieznaczny wzrost w porównaniu do wartości z IV kw. ub. r., jednak nie były to wysokie poziomy na tle historycznym. Co więcej wskaźniki te utrzymują się od czterech kwartałów poniżej zera, co oznacza, że większy jest odsetek przedsiębiorstw, które odnotowały pogorszenie pozycji konkurencyjnej niż część, która zauważyła jej poprawę. Należy jednak pamiętać, że odpowiedzi na ankiety GUS (za I kw.) były zbierane w pierwszej dekadzie stycznia. Dopuszczamy zatem scenariusz, w którym najnowsza ankieta (przeprowadzona w kwietniu) wskaże na dalszy wzrost wspomnianych wyżej wskaźników. Konkurencyjność polskiego przetwórstwa można również ocenić na podstawie kształtowania się kursu PLNEUR urealnionego jednostkowymi kosztami pracy w Polsce i strefie euro. Wskaźnik ten kształtował się w ostatnich latach w lekkim trendzie spadkowym, co sygnalizuje rosnącą konkurencyjność kosztową polskich eksporterów.



Źródło: GUS, Credit Agricole

produkcję metali (np. półprodukty metalowe, wyroby hutnicze, rury, pręty) i wyrobów z metali (np. konstrukcje metalowe, narzędzia metalowe, druty, przewody, śruby, gwoździe), produkcję wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (np. asfalt, cement, gips, włókna szklane, artykuły ceramiczne) oraz produkcję wyrobów gumowych i z tworzyw sztucznych (np. półprodukty z tworzyw sztucznych, zbiorniki, sztuczne kamienie). Oprócz lutego br. dynamika produkcji w tych branżach znajdowała się jednak w trendzie spadkowym, co oddziaływało w kierunku spowolnienia wzrostu produkcji przemysłowej ogółem (por. wykres).

Trzecim potencjalnym wytłumaczeniem dobrego wyniku polskiego przemysłu są wciąż duże (jednak malejące) zaległości produkcyjne. Polskie firmy przemysłowe raportowały w I kw., że obecnie zagwarantowany okres działania przedsiębiorstwa przy posiadanym portfelu zamówień i normalnym czasie pracy wynosi średnio 10,4 miesiący. Taki bufor bezpieczeństwa był tylko nieznacznie niższy niż przeciętnie w latach 2017-2018 (10,6 miesiący). Mamy jednak istotne wątpliwości, co do wskazań tego indeksu. Nie wykazuje on bowiem istotnej korelacji z tempem napływu nowych zamówień w przetwórstwie czy zmianą zaległości produkcyjnych. Może to oznaczać, że tendencje sygnalizowane przez ten wskaźnik odbiegają od rzeczywistości (odpowiedzi na to pytanie ankietowe nie są poprzedzone pogłębioną analizą po stronie firm).



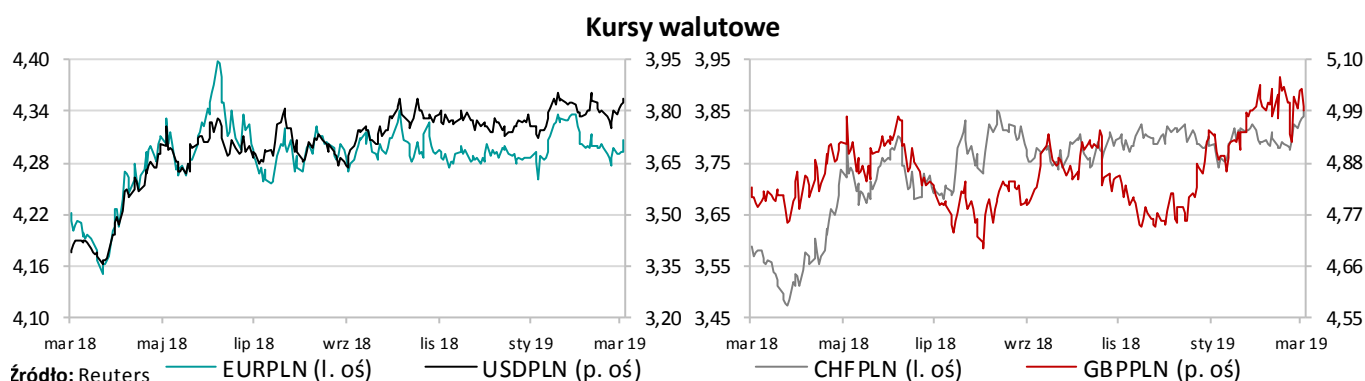
Źródło: GUS, Markit, Credit Agricole

firm, co może zaburzać prawdziwy obraz rzeczywistości. Bardziej reprezentatywnym badaniem koniunktury są ankiety GUS, które są skierowane do dużo szerszej grupy przedsiębiorstw (ok. 3500 podmiotów). Na podstawie wskaźników koniunktury GUS, z użyciem modelowania ekonometrycznego, można oszacować jak powinny kształtować się poszczególne składowe indeksu PMI (dla nowych zamówień, zatrudnienia, czasu dostaw, bieżącej produkcji i zapasów). Wyliczony na podstawie tych wskazań alternatywny wskaźnik PMI kształtował się w ostatnich miesiącach na poziomie wyższym o ok. 2 pkt. od rzeczywistego. Taka tendencja może wspierać naszą hipotezę o niewystarczającej reprezentatywności badania Markit. Oznacza to, że przy ocenie trendów w polskim przetwórstwie większy nacisk powinien zostać położony na analizę wyników koniunktury GUS, który wskazuje na mniejszą skalę spowolnienia.

W świetle negatywnie zweryfikowanych powyżej hipotez, najbardziej prawdopodobnym wytłumaczeniem dla rozbieżności pomiędzy wskazaniami badania PMI a rzeczywistą sytuacją w przemyśle wydaje się być niewystarczająca reprezentatywność badania Markit. Ankiety wypełniane są przez relatywnie małą (200 podmiotów) w porównaniu do całej populacji liczbę

Zakładając, zgodnie z naszym scenariuszem bazowym, że obserwowane obecnie spowolnienie w światowym handlu ma charakter przejściowy i w II poł. br. nastąpi przyspieszenie światowego wzrostu gospodarczego, to wskazane powyżej czynniki (rosnąca konkurencyjność kosztowa eksporterów i realizowanie zaległości produkcyjnych) pozwolą na utrzymanie w kolejnych miesiącach relatywnie wysokiej dynamiki produkcji przemysłowej w Polsce. Dodatkowym impulsem wspierającym aktywność przemysłu (w szczególności w zakresie produkcji dóbr konsumpcyjnych) będzie uruchomienie pakietu fiskalnego (por. MAKROMapa z 11.03.2019).

Dane z amerykańskiego rynku pracy kluczowe dla złotego

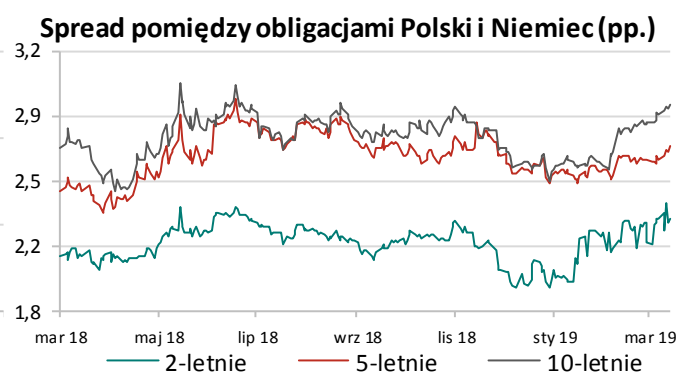
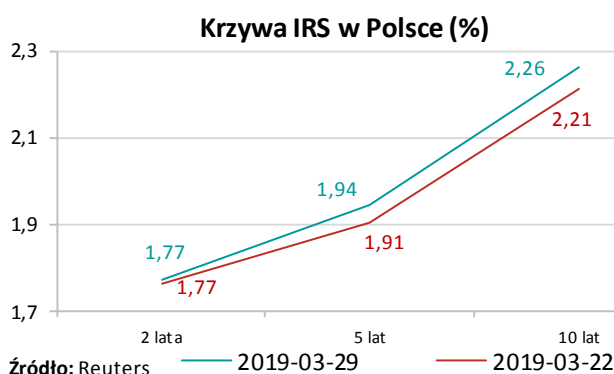


W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,3056 (osłabienie złotego o 0,2%). W poniedziałek doszło do lekkiego umocnienia złotego, co było korektą po jego osłabieniu w piątek dwa tygodnie temu. W dalszej części tygodnia kurs EURPLN wraz z innymi walutami regionu kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Opublikowane w piątek wyższe od oczekiwań krajowe dane o inflacji nie miały istotnego wpływu na kurs złotego. Piątkowa decyzja agencji Fitch dotycząca aktualizacji polskiego ratingu została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miała ona wpływu na kurs złotego.

W ubiegłym tygodniu doszło do osłabienia euro względem dolara. Spadkowi kursu EURUSD sprzyjał gołębi wydźwięk wystąpienia prezesa EBC M. Draghiego, który w środę przedstawił swoje obawy dotyczące wpływu ujemnych stóp procentowych na rentowność sektora bankowego. Z podwyższoną zmiennością mieliśmy do czynienia nadal w przypadku kursu EURGBP, co związane było z wysoką niepewnością wokół *Brexitu*. W środę brytyjski parlament w tzw. orientacyjnych głosowaniach nad możliwymi opcjami wyjścia Wielkiej Brytanii z UE odrzucił wszystkie z 8 analizowanych scenariuszy, co wskazuje na utrzymujący się impas w rozmowach. Z kolei w piątek brytyjski parlament po raz trzeci odrzucił wynegocjowaną przez T. May umowę w sprawie *Brexitu*. Zwiększa to prawdopodobieństwo wyjścia Wielkiej Brytanii z UE bez umowy, co będzie oddziaływało w kierunku silnego osłabienia kursu funta.

Potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla kursu złotego. Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest lekko pozytywny dla kursu złotego. W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą dane nt. zatrudnienia poza rolnictwem w USA. W przypadku realizacji naszej zgodnej z konsensusem rynkowym prognozy dane będą miały najprawdopodobniej ograniczony wpływ na rynek. Neutralne dla złotego będą naszym zdaniem również pozostałe dane z USA (indeks ISM dla przetwórstwa, zamówienia na dobra trwałe oraz sprzedaż detaliczna), a także wstępne dane o inflacji w strefie euro. Do podwyższonej zmienności kursu złotego może przyczynić się natomiast zaplanowane na środę posiedzenie RPP.

Posiedzenie RPP w centrum uwagi rynku



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS nie zmieniły się w porównaniu do poziomu sprzed dwóch tygodni i wyniosły 1,77, 5-letnie zwiększyły się do 1,94 (wzrost o 3pb), a 10-letnie do 2,26 (wzrost o 5pb). Od poniedziałku do środy stawki IRS były stabilne. W środę doszło do spadku stawek IRS w reakcji na gołąbią wypowiedź prezesa EBC M. Dragiego, który wyraził swoje obawy dotyczące rentowności sektora bankowego w warunkach utrzymujących się ujemnych stóp procentowych. W czwartek stawki IRS charakteryzowały się niską zmiennością. W piątek doszło do ich wzrostu ze względu na publikację wyższych od oczekiwań wstępnych danych o krajowej inflacji. Piątkowa decyzja agencji Fitch dotycząca aktualizacji polskiego ratingu została ogłoszona po zamknięciu europejskich rynków, tym samym nie miała ona wpływu na krzywą.

Potwierdzenie przez agencję Fitch ratingu Polski i jego perspektywy jest neutralne dla stawek IRS. Opublikowany dzisiaj rano indeks PMI dla polskiego przetwórstwa jest lekko pozytywny dla stawek IRS. W tym tygodniu w centrum uwagi rynku będzie posiedzenie RPP, które może oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności stawek IRS. Neutralne dla stawek IRS będą najprawdopodobniej także dane z USA (zatrudnienie poza rolnictwem, indeks ISM dla przetwórstwa, zamówienia na dobra trwałe oraz sprzedaż detaliczna), a także wstępne dane o inflacji w strefie euro.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym

Wskaźnik	mar 18	kwi 18	maj 18	cze 18	lip 18	sie 18	wrz 18	paź 18	lis 18	gru 18	sty 19	lut 19	mar 19	kwi 19
Stopa referencyjna NBP* (%)	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Kurs EURPLN*	4,21	4,24	4,31	4,37	4,27	4,30	4,28	4,34	4,29	4,29	4,26	4,30	4,31	4,31
Kurs USDPLN*	3,42	3,51	3,69	3,74	3,66	3,71	3,69	3,84	3,79	3,74	3,72	3,79	3,84	3,82
Kurs CHFPLN*	3,58	3,54	3,74	3,78	3,69	3,83	3,75	3,80	3,79	3,81	3,74	3,79	3,85	3,80
Inflacja CPI (r/r, %)	1,3	1,6	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,8	1,3	1,1	0,7	1,2	1,5	1,5
Inflacja bazowa (r/r, %)	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,9	0,8	0,9	0,7	0,6	0,8	1,0	1,1	1,1
Produkcja przemysłu (r/r, %)	1,7	9,3	5,2	6,7	10,3	5,0	2,7	7,4	4,6	2,8	6,0	6,9	4,3	4,3
Inflacja PPI (r/r, %)	0,5	1,0	3,0	3,7	3,4	3,0	3,0	3,2	2,8	2,1	2,2	2,9	2,6	2,6
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	9,2	4,6	7,6	10,3	9,3	9,0	5,6	9,7	8,2	4,7	6,6	6,5	3,9	3,9
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	6,7	7,8	7,0	7,5	7,2	6,8	6,7	7,6	7,7	6,1	7,5	7,6	7,2	7,2
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	3,7	3,7	3,7	3,7	3,5	3,4	3,2	3,2	3,0	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9
Stopa bezrobocia rej.* (%)	6,6	6,3	6,1	5,8	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	5,8	6,1	6,1	5,9	5,9
Saldo ROB (mln EUR)	-914	263	297	112	-994	-681	-858	-471	-240	-1400	2316	-290		
Eksport (r/r, % EUR)	-4,4	9,9	1,4	7,0	8,4	7,3	0,0	12,1	7,2	2,3	4,1	6,7	6,7	6,7
Import (r/r, % EUR)	0,3	13,6	2,9	8,7	10,0	11,2	5,4	17,5	10,0	3,0	2,2	6,7	6,7	6,7

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym

Wskaźnik	2019				2020				2018	2019	2020	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (% r/r)	3,5	4,2	3,5	3,5	3,8	3,6	3,3	3,4	5,1	3,7	3,5	
Konsumpcja (% r/r)	4,6	5,4	4,1	4,2	4,4	3,4	3,4	3,5	4,6	4,6	3,7	
Inwestycje (% r/r)	7,7	5,5	4,7	4,7	4,7	4,9	4,8	5,0	7,3	5,3	4,8	
Eksport (ceny stałe, % r/r)	6,5	5,0	6,3	5,8	7,8	8,4	8,6	8,4	6,2	5,9	8,3	
Import (ceny stałe, % r/r)	7,9	8,3	6,8	6,9	6,4	8,0	8,1	8,3	7,0	7,5	7,7	
Wkład do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,9	3,2	2,4	2,1	2,8	2,0	2,0	1,8	2,7	2,7	2,1
	Inwestycje (pp.)	0,9	0,9	0,8	1,2	0,6	0,8	0,9	1,2	1,3	1,0	0,9
	Eksport netto (pp.)	-0,5	-1,5	-0,1	-0,4	0,9	0,4	0,5	0,2	-0,2	-0,7	0,5
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-1,0	-1,4	-1,0	-1,0	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-0,7	-1,0	-1,2	
Stopa bezrobocia (%)**	5,9	5,5	5,7	5,8	5,9	5,5	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8	
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,9	0,4	0,2	
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	8,2	7,7	7,2	7,1	7,4	7,1	6,6	6,8	7,2	7,6	7,0	
Inflacja CPI (%)*	1,2	1,5	1,6	1,7	2,0	1,9	2,1	2,2	1,6	1,5	2,0	
Wibor 3-miesięczny (%)**	1,72	1,72	1,72	1,80	1,97	1,97	2,14	2,22	1,72	1,80	2,22	
Stopa referencyjna NBP (%)**	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	1,75	1,75	2,00	1,50	1,50	2,00	
EURPLN**	4,30	4,33	4,29	4,25	4,23	4,21	4,19	4,15	4,29	4,25	4,15	
USDPLN**	3,83	3,80	3,70	3,60	3,53	3,48	3,41	3,32	3,74	3,60	3,32	

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 01.04.2019r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	49,9	50,0	49,9
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	47,6	47,5	47,6
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	44,7	44,7	44,7
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	47,6	47,6	47,6
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Marzec	1,5	1,5	1,5
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	0,2	0,3	0,3
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	52,5		
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Marzec	54,2	54,0	54,1
16:00	USA	Zapasy w przedsiębiorstwach (% m/m)	Styczeń	0,6		0,3
Wtorek 02.04.2019r.						
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Luty	7,8		7,8
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Luty	3,0		3,1
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Luty	0,3	-1,0	-1,3
Środa 03.04.2019r.						
	Polska	Decyzja o stopach procentowych NBP (%)	Kwiecień	1,50	1,50	1,50
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Marzec	52,7	52,7	52,7
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Marzec	51,3	51,3	51,3
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Luty	1,3		0,2
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Marzec	183		175
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Marzec	59,7	58,5	58,2
Czwartek 04.04.2019r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Luty	-2,6		0,1
Piątek 05.04.2019r.						
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Luty	-0,8		0,5
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Marzec	3,8	3,8	3,8
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Marzec	20	170	170

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus Reuters